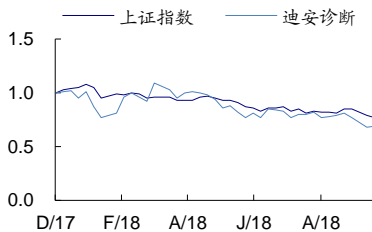


**证券研究报告—动态报告**
**医药保健**
**医疗器械与服务**
**迪安诊断(300244)**
**买入**
**2018年三季度报点评**

(维持评级)

2018年10月26日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	551/357
总市值/流通(百万元)	8,965/5,805
上证综指/深圳成指	2,604/7,529
12个月最高/最低(元)	29.46/15.39

**相关研究报告:**

《迪安诊断-300244-重大事件快评: 凤栖梧桐, 待时而飞》——2018-09-25  
 《迪安诊断-300244-2018年半年报点评: 营收增长稳健, 业绩静待释放》——2018-08-31  
 《迪安诊断-300244-重大事件快评: 强强联手, 聚焦精准诊断领域》——2018-07-09  
 《迪安诊断-300244-乘风破浪万里浪》——2018-05-25

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-82133263  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003  
**联系人: 朱寒青**  
 电话: 0755-81981837  
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**业绩逐季提速, 内生增长较快**
**● Q3 营收利润增速均提升, 内生增速较快**

2018年前三季度公司营收 48.86 亿元 (+32.93%), 归母净利润 2.92 亿 (+16.84%), 扣非归母净利润 2.69 亿 (+10.15%)。Q3 营收 19.31 亿元 (+42.33%), 归母净利润 8791 万 (+27.75%)。Q1-Q3 收入 (15.81%、36.93%、42.33%)、利润增速 (12.16%、12.94%、27.75%) 均逐季提升。Q3 单季度营收的高增速一部分是青岛智颖 5 月起并表, 对产品收入有贡献的缘故 (但诊断服务收入部分并不受并表影响, 保持 25-30% 较高增速)。本年度外延仅有青岛智颖一家, 考虑到博圣生物股权投资收益的影响, 实际内生利润增速高于表现, 估计在 20% 左右。费用率方面, 毛利率 33.58%, 同比下降 0.27pp, 净利润率 8.92%, 同比下降 0.33pp, 销售费用率为 8.65%, 同增 0.31pp, 管理费用率为 12.22%, 同减 0.02pp, 财务费用率 2.49%, 同增 0.42pp。

**● 经营性现金流有所好转, 定增获批缓解资金压力**

本年度公司加强客户管理、完善商品采购款结算方式、延长信用账期等, 经营性现金流有所改善, Q2-Q3 现金流明显较上年同期好转。非公开发行股票于 2018 年 8 月 27 日收到证监会核准批复, 可向不超过 5 名发行对象非公开发行股票数量不超过 1.1 亿股, 募资总额不超过 10.75 亿元, 估计将于年内完成, 将进一步缓解资金压力, 完善医疗诊断行业生产、诊断、运输的全产业链布局, 巩固公司在第三方医疗诊断行业的领先地位。

**● 打造质谱与基因检测平台, 布局精准诊断领域**

公司与国际领先的代谢组学服务商 METABOLON 合作在中国建立亚洲首个通过完全认证并唯一授权的实验室; 推进与全球质谱龙头 SCIEX Diagnostics 合作, 自主研发临床质谱诊断试剂盒产品。2018 年 4 月又与 Foundation Medicine 及 Roche 合作, 引入国际领先的肿瘤全基因组测序分析技术与流程体系 (CGP), 推动伴随诊断的应用。7 月与美国 Agena Bioscience 合作, 共同推动核酸质谱技术平台与多重 DNA 基因检测的诊断方案在中国市场的推广。重磅合作不断, 布局精准诊断领域, 提升特检服务能力。

**● 风险提示: 实验室盈利能力不达预期、政策风险、应收账款管理风险。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级**

预测 2018-2020 年归母净利润为 4.05/4.91/6.20 亿元, 当前股价对应 PE22/18/15X。公司作为第三方独立医学实验室龙头企业, 诊断服务业务增速远高于行业; 代理产品方面, 前期并购的渠道子公司增速也提高; 实验室合作共建业务开展顺利, 达到 70% 以上高增速。通过加强账款管理, 现金流有所改善。目前估值极具安全边际, 继续维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

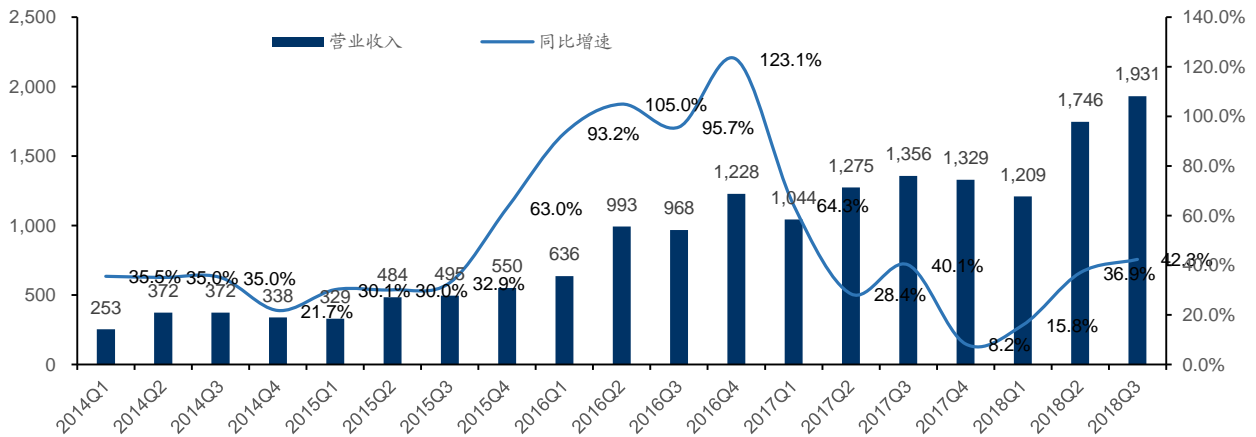
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,824	5,004	6,398	8,193	10,588
(+/-%)	105.8%	30.9%	27.8%	28.1%	29.2%
净利润(百万元)	263	350	405	491	620
(+/-%)	50.3%	33.0%	16.0%	21.1%	26.4%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.63	0.74	0.89	1.13
EBIT Margin	12.2%	14.8%	12.0%	11.5%	11.3%
净资产收益率(ROE)	12.6%	14.9%	15.4%	16.5%	18.2%
市盈率(PE)	51.3	25.6	22.1	18.3	14.5
EV/EBITDA	22.1	20.1	16.6	14.6	12.5
市净率(PB)	9.7	3.8	3.4	3.0	2.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

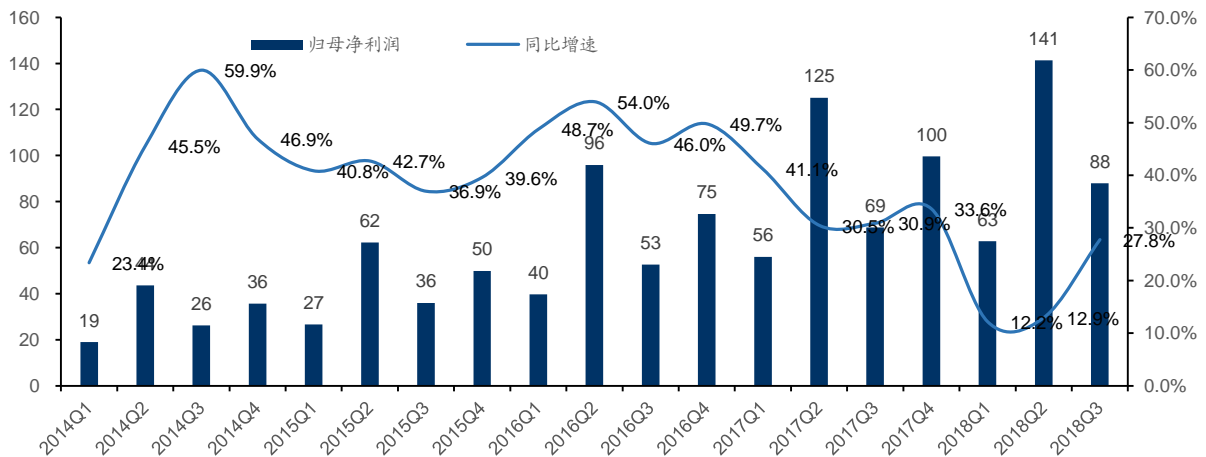
**营收利润逐季提速，内生增长强劲。**2018年前三季度公司实现营业收入48.86亿元，同比增长32.93%，归母净利润2.92亿元，同比增长16.84%，扣非净利润2.69亿元，同比增长10.15%。基本符合预期。利润低于营收增速，主要原因是持有浙江博圣生物技术股份有限公司股权投资收益下降。剔除此因素，公司内生方面利润增速估计在20%，高于表观利润增速。分季度来看，2018Q1-Q3营收、利润增速均逐季提升。

图 1：迪安诊断分季度营收（单位：百万）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

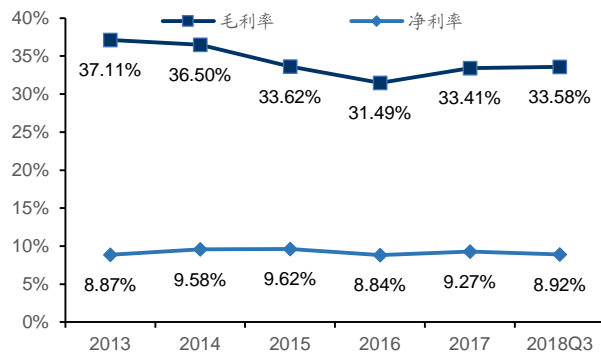
图 2：迪安诊断分季度利润（单位：百万）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

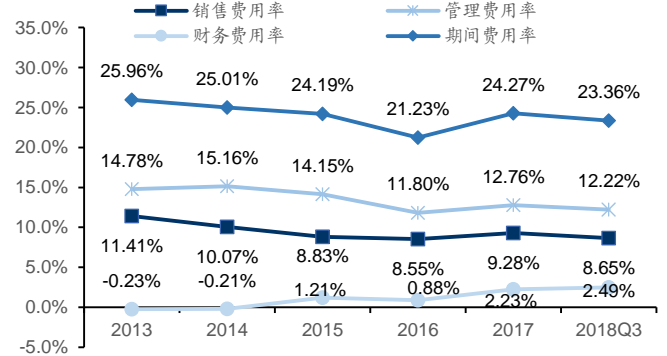
**费用率上升，毛利率略降。**毛利率33.58%，同降0.27pp，净利润率8.92%，同比下降0.33pp。费用率方面，销售费用率为8.65%，同增0.31pp，管理费用率为12.22%，同减0.22pp，财务费用率2.49%，同增0.42pp。

图 3: 2013-2018Q3 迪安诊断毛利率与净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

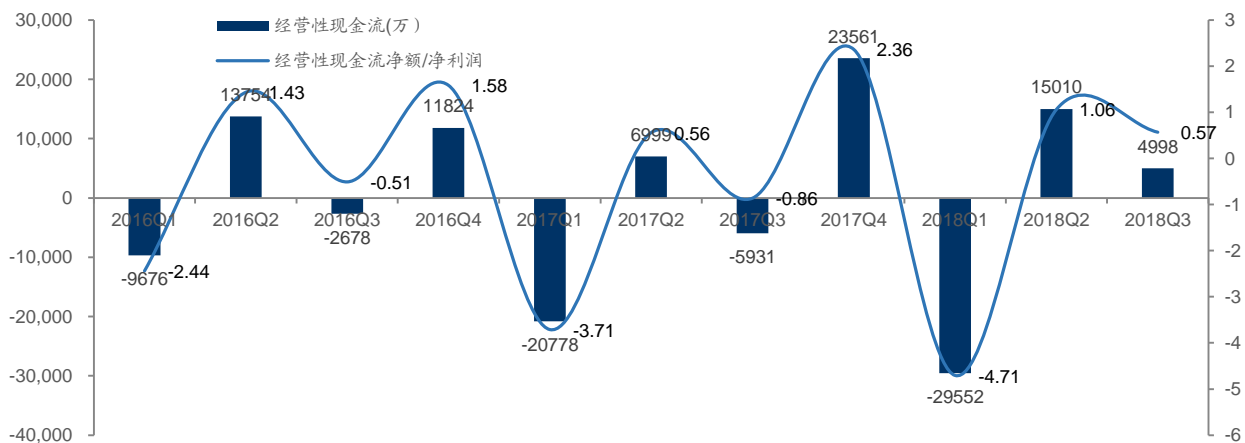
图 4: 2013-2018Q3 迪安诊断费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流好转。**往年前三季度经营现金流较差，一般四季度好转，本年度 Q2-Q3 经营现金流均为正，较去年明显改善。主要是公司通过加强客户管理、完善商品采购款的结算方式、延长信用账期，采购商品、劳务支付的现金同比增长较慢所致。

图 5: 迪安诊断分季度经营性现金流 (单位: 万)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**定增获批，缓解资金压力，完善产业布局。**公司于 2018 年 8 月 28 日收到证监会关于非公开发行股票的批复，公司可向不超过 5 名发行对象非公开发行股票数量不超过 1.1 亿股，募集资金总额不超过 10.75 亿元，募投项目包括诊断业务平台服务能力提升及研发、冷链物流中心仓储设备技术改造、医疗诊断数据存储分析应用平台技术开发及设备改造及诊断试剂产业化项目，有助于服务和产品业务的协同发展，引领行业的商业模式创新，搭建“诊断+”的健康产业生态系统，实现医疗诊断行业生产、诊断、运输的全产业链布局，从而巩固公司在第三方医疗诊断行业的领先地位。估计定增将于年内完成，将进一步缓解资金压力。

**投资建议：维持“买入”评级。**预测 2018-2020 年归母净利润为 4.05/4.91/6.20 亿元，当前股价对应 PE22/18/15X。公司作为第三方独立检测实验室 (ICL) 寡头企业，政策推动检验科控费之时将极大受益。目前公司诊断服务业务增速远

高于行业；代理产品方面，前期并购的渠道子公司增速也提高；实验室合作共建业务开展顺利，达到 70%以上高增速。通过加强账款管理，现金流有所改善。目前估值极具安全边际，继续维持“买入”评级。

**表 1：可比公司估值**

代码	公司简称	股价 2018-10-25	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	(17A)	(18E)	
300244	迪安诊断	16.27	90	0.63	0.74	0.89	1.13	25.6	22.1	18.3	14.5	7.4	1.1	买入
603882	金城医学	17.75	81	0.41	0.50	0.62	0.78	43.1	35.8	28.7	22.7	9.3	1.5	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 金城医学为 wind 一致预测, 只做列示, 不做推荐。

**附表：财务预测与估值**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	755	508	601	622	营业收入	5004	6398	8193	10588
应收款项	1885	2410	3086	3989	营业成本	3332	4286	5513	7145
存货净额	679	880	1132	1467	营业税金及附加	19	24	31	40
其他流动资产	186	237	303	392	销售费用	464	594	774	1001
<b>流动资产合计</b>	<b>3506</b>	<b>4035</b>	<b>5122</b>	<b>6469</b>	管理费用	639	729	935	1208
固定资产	676	982	1306	1643	财务费用	112	119	146	176
无形资产及其他	19	18	17	16	投资收益	197	55	55	55
投资性房地产	2354	2354	2354	2354	资产减值及公允价值变动	(49)	(12)	(12)	(12)
长期股权投资	836	1114	1378	1604	其他收入	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7390</b>	<b>8503</b>	<b>10177</b>	<b>12086</b>	营业利润	593	690	838	1063
短期借款及交易性金融负债	1214	1577	2326	3036	营业外净收支	37	24	26	29
应付款项	662	864	1111	1441	<b>利润总额</b>	<b>629</b>	<b>714</b>	<b>864</b>	<b>1092</b>
其他流动负债	567	727	936	1212	所得税费用	165	178	216	273
<b>流动负债合计</b>	<b>2442</b>	<b>3168</b>	<b>4373</b>	<b>5689</b>	少数股东损益	114	130	157	199
长期借款及应付债券	1920	1920	1920	1920	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>350</b>	<b>405</b>	<b>491</b>	<b>620</b>
其他长期负债	80	80	80	80					
<b>长期负债合计</b>	<b>2001</b>	<b>2001</b>	<b>2001</b>	<b>2001</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4443</b>	<b>5168</b>	<b>6373</b>	<b>7690</b>	净利润	350	405	491	620
少数股东权益	595	699	824	983	资产减值准备	42	18	18	22
股东权益	2352	2636	2979	3413	折旧摊销	117	85	110	138
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7390</b>	<b>8503</b>	<b>10177</b>	<b>12086</b>	公允价值变动损失	49	12	12	12
					财务费用	112	119	146	176
					营运资本变动	(1235)	(396)	(521)	(698)
					其它	35	86	108	137
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(642)</b>	<b>210</b>	<b>217</b>	<b>231</b>
					资本开支	(262)	(420)	(462)	(508)
					其它投资现金流	1	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(396)</b>	<b>(699)</b>	<b>(726)</b>	<b>(734)</b>
					权益性融资	84	0	0	0
					负债净变化	445	0	0	0
					支付股利、利息	(115)	(122)	(147)	(186)
					其它融资现金流	510	363	749	710
					<b>融资活动现金流</b>	<b>1255</b>	<b>242</b>	<b>601</b>	<b>524</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>216</b>	<b>(247)</b>	<b>93</b>	<b>21</b>
					货币资金的期初余额	539	755	508	601
					货币资金的期末余额	755	508	601	622
					企业自由现金流	(974)	(158)	(168)	(172)
					权益自由现金流	(19)	117	471	406

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.63	0.74	0.89	1.13
每股红利	0.21	0.22	0.27	0.34
每股净资产	4.27	4.78	5.41	6.19
ROIC	9%	10%	11%	12%
ROE	15%	15%	16%	18%
毛利率	33%	33%	33%	33%
EBIT Margin	11%	12%	11%	11%
EBITDA Margin	13%	13%	13%	13%
收入增长	31%	28%	28%	29%
净利润增长率	33%	16%	21%	26%
资产负债率	68%	69%	71%	72%
息率	1.3%	1.4%	1.6%	2.1%
P/E	25.6	22.1	18.3	14.5
P/B	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	20.1	16.6	14.6	12.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032